

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 17520101151125

UDC\_\_\_\_\_

厦门大学

硕士学位论文

股东控制权 Shapley-Shubik 权力指数与民  
营上市公司过度投资——基于海洋博弈的  
经验证据

Shapley-Shubik power indices of shareholders' control right  
and over-investment of private listed companies: Evidence  
based on oceanic games

常莹莹

指导教师姓名: 杜兴强教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 6 月

学位授予日期: 2013 年 6 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2013 年 04 月

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

2013 年 04 月 20 日

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

- ( ) 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。
- ( ) 2. 不保密，适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文,未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的,默认为公开学位论文,均适用上述授权。)

声明人（签名）：

日期:        年    月    日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘要

近年来,投资一直被视为拉动我国经济增长的关键因素,企业投资更是其中的主导力量。现实的投入产出受到诸多因素的影响,永远达不到理想条件下的最优水平,再加上企业的盲目扩张、跟风投资、低水平重复建设等,过度投资逐渐成为企业普遍存在的现象。过度投资行为降低了资金配置的效率,造成了资源浪费,影响企业经营风险、资产状况、现金流水平和未来盈利能力,更甚者将危及企业的存续。因此如何制约上市公司的过度投资行为,成为实现企业价值最大化急需解决的问题。

本文针对投资过热现象,以我国 A 股市场 2003-2010 年民营上市公司为研究对象,采用基于海洋博弈模型的沙普利—舒贝克(Shapley—Shubik)权力指数对上市公司的股权结构进行了重新度量,实证检验了大股东控制权的背离程度与过度投资之间的关系。过度投资水平使用超效率数据包络分析法(DEA)进行测度,该方法不仅可以界定最优投资边界、获取各个民营上市公司的过度投资水平,而且可以对同在投资可能边界的公司的投资效率进行评价,为我国民营上市公司的投资取向进一步提供了数据支持。本文研究发现:股东控制权背离程度越大,过度投资水平越高;进一步引入外部审计、法律制度环境等外部监督机制,发现高质量的外部审计和完善的法律制度环境能有效降低股东控制权背离导致的过度投资,这为探索股东控制权结构对过度投资的影响进一步提供了经验证据的支持。

本文基于如下的逻辑:现代企业制度的本质在于所有权与控制权的分离;股东控制权背离诱发“所有者缺位”、股东“搭便车”等现象,进而凸显股东与管理者的代理问题,二者根本利益的冲突诱发管理当局为谋求更多私利如享受更多的在职消费等,接受对公司价值而言并非最优的投资机会;法律制度环境和外部审计作为公司治理的外部监督机制,有效缓解了股东与管理层之间的代理问题,对股东控制权背离引发的过度投资起到调和作用。

关键词:权力指数;控制权;过度投资

厦门大学博硕士论文摘要库



## ABSTRACT

In recent years, investment has always been considered as the key factor of stimulating economic growth in China, which is led by investment in enterprises. Constrained by many factors in reality, the input-output can never reach the optimum levels under ideal conditions, much less unsustainable rapid expansion, following suit of investment and repeated construction. Gradually, over-investment has become universal. Over-investment can reduce the allocative efficiency of capital, wastes limited economic resources, makes a big influence on the operational risk, condition of assets, cash flow and future earnings, which even can imperil enterprises' existence. So, restricting over-investment is in urgent need to be resolved to realize value maximization.

In view of high demand for investment, the research empirically tests the association between the deviation extent of shareholders' control right and over-investment, which object is private listed companies on A share market in China between the year of 2003 and 2010. Furthermore, the ownership structure of listed companies is re-measured in this paper by Shapley—Shubik power indices based on the Oceanic Games. We use super efficiency approach for data envelopment analysis, which not only define the optimal boundary for investment and obtain each private listed company's over-investment level but also evaluate different efficiency of investment on the same boundary, to measure over-investment of listed companies, providing further data support for investment for private listed companies in China. Empirical results show that level of over-investment has a significant positive association with the deviation extent of shareholders' control right, and the positive association is attenuated for firms with well legal environment and external audit of high quality, which offers further empirical evidence for the association between over-investment and the ownership structure.

The following refers to the logic of this paper. The essence of modern enterprise system is the separation of ownership and control. Wider dispersion of stock ownership induces the phenomenon of owner absence and free riding of stockholder, which

highlights the agency problem between shareholders and managers. With the fundamental interest conflicts, managers are prone to accept the suboptimal investment opportunity for value maximization to seek personal gain, such as perquisite consumptions. As kinds of external monitoring mechanisms for listed firms, legal environment and external audit can relieve the agent costs between shareholders and managers, thus attune the over-investment caused by dispersion of stock control right.

Keywords: power indices; control right; over-investment

厦门大学博硕士论文摘要库

## 目录

第一章 绪论.....	1
第二章 文献回顾.....	4
第一节 基于公司治理的过度投资行为.....	4
（一）委托代理理论与过度投资.....	5
（二）信息不对称与过度投资.....	10
第二节 基于行为经济学的过度投资行为.....	12
第三节 基于非正式制度的过度投资行为.....	15
第三章 研究假设.....	17
第四章 研究设计.....	22
第一节 模型构建.....	22
（一）股东控制权背离程度与过度投资.....	22
（二）外部监督、股东控制权背离程度与过度投资.....	22
第二节 变量定义.....	23
（一）过度投资的超效率 DEA 度量方法.....	23
（二）股东控制权的 Shapley-Shubik 权力指数度量方法.....	28
第三节 样本选择与数据来源.....	33
第五章 实证分析.....	37
第一节 描述性统计.....	37
第二节 Pearson 相关性分析.....	38
第三节 股东控制权背离与过度投资.....	38
（一）OLS 多元回归分析.....	38
（二）稳健性检验.....	39
第四节 外部监督、股东控制权背离与过度投资.....	40
（一）OLS 多元回归分析.....	40
（二）稳健性检验.....	41
第六章 结论.....	54
参考文献.....	55
后记.....	62

厦门大学博硕士论文摘要库

## Table of Contents

Chapter 1 Introduction .....	1
Chapter 2 Literature review .....	4
2.1 Over-investment in view of corporate governance .....	4
2.1.1 Principal-agent theory and over-investment .....	5
2.1.2 Asymmetric information and over-investment .....	10
2.2 Over-investment in view of behavioral economics .....	12
2.3 Over-investment in view of informal institutions .....	15
Chapter 3 Research hypothesis .....	17
Chapter 4 Research design .....	22
4.1 Models .....	22
4.1.1 Deviation of control right and over-investment .....	22
4.1.2 External monitoring mechanisms, deviation of control right and over-investment .....	22
4.2 Variables definition .....	23
4.2.1 super efficiency approach for DEA of over-investment .....	23
4.2.2 Shapley-Shubik power indices of shareholders' control right .....	28
4.3 Sample selection and data sources .....	33
Chapter 5 Empirical Analysis .....	37
5.1 Descriptive statistics .....	37
5.2 Correlation analysis .....	38
5.3 Deviation of shareholders' control right and over-investment .....	38
5.3.1 Results and analysis .....	38
5.3.2 Robustness test .....	39
5.4 External monitoring mechanisms, deviation of shareholders' control right and over-investment .....	40
5.4.1 Results and analysis .....	40
5.4.2 Robustness test .....	41
Chapter 6 Conclusion .....	54

References.....	55
Postscript.....	62

厦门大学博士论文摘要库

## 第一章 绪论

在宏观经济层面,投资与内需、出口等一直被视为拉动中国经济发展的关键因素,加大基础设施建设来刺激经济增长更是成为中国政府常见的调控手段之一,比如面临 2008 年金融危机的威胁,中国政府出台 4 万亿的投资计划刺激经济,主要用于基础公用设施、生态环境建设和灾后重建等。但过分依赖投资拉动内需产生的高增长往往伴随着低效率、重复建设。片面追求 GDP 的数字增长,引发高失业率、通货膨胀压力以及对能提供 90%的就业且占总经济比重 75%以上的民营企业而言持续恶化的生存环境,使得投资过热问题在中国一直饱受争议。光伏产业等新能源民企曾是中央政府高额补贴对象,致使多个地方政府在风投资本的疯狂涌入下纷纷上马。但最近一年内,我国光伏产业受到沉重打击并陷入低谷,国内光伏厂商纷纷面临关闭困境。2013 年 3 月 18 日,曾经的龙头企业无锡尚德太阳能电力有限公司联合债权银行向无锡市中级人民法院递交破产重整申请。究其原因,除受欧美等国对中国光伏产品实施“双反”(反倾销、反补贴)等不利因素影响外,政府主导下的投资过热导致行业产能严重过剩。

在微观经济层面,中国的民间资本已经成为了投资的主要力量。改革开放以来,资本市场的开放发展和国家鼓励政策的不断出台,中国的民营企业获得了高速发展,民营经济逐渐成为我国经济高度发展的主力军。2013 年博鳌亚洲论坛,中华民营企业联合会会长保郁钧表示,2012 年全国固定资产投资实际增长 19.3%,其中 62.1%属于民间资本固定资产投资;地方政府负债累累的情况下,若要实现 2013 年 GDP7.5%的增长,民间资本至少要增加 70%,而民间资本最重要的来源则是民营企业。但我国民营企业寿命之短令人难以想象,这与其日益增长的投资规模形成鲜明对比,据有关统计,美国的企业寿命长达 40 年,而中国民营企业的平均寿命仅为 2.9 年。其中一个重要原因,在于民营企业投资的非效率,尤其是总体表现为追求规模效益的过度投资行为。2012 年北大教授周其仁在广州民营科技企业发展高端论坛上指出,目前中国民营企业投机“热门产业”现象严重,特别是房地产行业 and 股市投资,而不是继续投资实业。面对激烈的市场竞争环境时,企业盲目扩张、跟风投资、低水平重复建设,不结合自身条件对

市场进行可行性分析，而随意进入不熟悉的行业或领域，以及对资金的流动和使用缺乏长远规划均导致了投资过度。此外，试图通过规模扩张降低成本，在价格战中扩大市场份额的低成本竞争战略也为投资失败带来风险。油晓峰（2006）研究发现，过度投资严重侵蚀、浪费了我国稀缺有限的资本，成为了股市这一筹资机制的制度成本。企业作为经济发展的核心细胞尤其是民营企业，其过度投资行为值得我们关注。

继 Modigliani 和 Miller（1958）之后，投资和融资逐渐成为公司财务学的两大研究主题，Jensen 和 Meckling（1976）结合委托代理理论和产权理论提出代理问题后，财务学界的学者普遍认同管理层出于个人利益最大化和机会主义，将自由现金流投放在对公司价值而言并非最优的投资机会上，尤其是净现值小于零的项目（即过度投资）。简单来说，随着生产力的大力发展、专业化分工和规模经济的出现，企业的所有者由于知识、专业和精力等原因将企业的经营权委托给专业的经理人员，导致现代企业所有权与控制权的分离。在该委托代理关系中，经理人追求自身报酬、奢侈消费和闲暇时间最大化，其与股东利益最大化的目标发生根本不一致。特别是在股权相对分散下，单个股东难以单独对公司决策施加影响，“搭便车行为”引发“所有者缺位”，投资权、人事权、筹资权等都集中在公司的经理人手中，股东难以对其行为进行有效监督。企业的投资决策内生于外部制度环境。受自然条件、经济发展水平、文化氛围等约束，区域市场化程度、法治化水平及市场中介组织的发育程度等存在差异，使得企业过度投资作为管理当局谋取私利手段的成本或被揭发的风险显著不同。

基于以上讨论，本文考察了我国民营上市公司股东控制权的背离程度对过度投资水平的影响，在此基础上，进一步研究了法律制度环境和外部审计质量对股东控制权背离与过度投资关系的调和作用。

本文结构做如下安排：第二章为文献回顾，分别从委托代理理论、信息不对称等公司治理角度、行为经济学角度、非正式制度角度对公司过度投资行为的文献进行梳理；第三章从委托代理的角度对管理者从事过度投资的动机和能力进行分析，并结合外部制度环境的影响提出本文假设；第四章为研究设计，除了模型构建和对控制变量的定义，主要阐述了超效率数据包络分析技术如何运用于过度投资的度量以及为何基于“海洋博弈”模型计算沙普利—舒贝克权力指数



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库